

# Bases da Política de Minidesvalorização

Adroaldo Moura da Silva (\*)

## 1. INTRODUÇÃO

A política cambial brasileira segue, em linhas gerais, a Teoria da Paridade do Poder de Compra que, por sua vez, tem inspiração nos ensinamentos da Teoria Quantitativa da Moeda. A idéia central advém do postulado clássico da homogeneidade: uma mudança escalar em todos os preços nominais não provoca, em última instância, nenhuma alteração nas variáveis reais (preços relativos, quantidades produzidas e consumidas) do sistema econômico.

A aplicação deste princípio no caso de uma economia aberta para o exterior pode ser entendida da seguinte forma:

- i. Em primeiro lugar, é importante entender que o que conta para fins de balanço de transações correntes é a relação entre preços de bens domésticos (ou seja, dos bens e serviços que não entram diretamente nos fluxos de comércio com o resto do mundo, desde o preço do corte de cabelo até a remuneração do fator trabalho), de um lado, e os preços dos bens internacionais (bens exportáveis e importáveis), de outro.

---

(\*) O autor é Professor do Instituto de Pesquisas Econômicas.

- ii. Em segundo lugar, sabe-se que os preços em moeda nacional dos bens internacionais, dada a política comercial e seus preços em moeda estrangeira, dependem basicamente da taxa de câmbio, que, por sua vez, está sob controle das autoridades monetárias.

Dessa forma, dada a taxa de câmbio, a inflação doméstica — elevação persistente de todos os preços e custos dos bens domésticos — provoca uma alteração nos preços relativos entre bens domésticos e internacionais de tal forma a:

- i. desestimular exportações, visto que crescem os custos em cruzeiros de produzir bens exportáveis, enquanto a receita na mesma unidade monetária permanece constante (dado o câmbio e os preços em moeda estrangeira); e
- ii. estimular as importações, visto que os custos e preços dos bens que competem com os importados crescem, enquanto que o custo de importar permanece constante.

Nessas condições, este processo provoca necessariamente deficits no balanço de transações correntes, mesmo que se mantenham constantes as relações de troca do país (em moeda estrangeira).

Assim, dada a relação de troca, a única forma de neutralizar os efeitos nocivos da inflação doméstica sobre o balanço de transações correntes consiste em desvalorizar a moeda nacional em relação às moedas estrangeiras, de tal forma a evitar mudanças no preço relativo entre bens domésticos e internacionais. E aqui é que entra o postulado da homogeneidade da teoria clássica: se todos os preços em cruzeiro, inclusive o da moeda estrangeira, subirem à mesma taxa, não se deve esperar, em última instância, nenhuma alteração nas variáveis reais do sistema econômico.

O critério de desvalorização cambial que logra obter esta neutralidade é dado por

$$\pi_t = p_t - \dot{q}_t, \text{ onde}$$

$\dot{\pi}_t$  = é a taxa de desvalorização cambial

$p_t$  = é a taxa de inflação doméstica

$q_t$  = é a taxa de inflação externa

nas hipóteses

- a. de constância da relação de troca do país; e
- b. de que o nível de câmbio a partir do qual se inicia a política é o de equilíbrio.

Cumpre observar que, como os movimentos de preço são praticamente contínuos no tempo, a política deve ser conduzida de forma a evitar deficits cumulativos nos intervalos entre as desvalorizações cambiais, ou seja, deve-se desvalorizar o câmbio com frequência e, portanto, a pequenas taxas.

É claro que a implementação deste critério de política econômica requer alguns cuidados, a fim de evitar sérios erros de interpretação. Alguns destes problemas serão discutidos a seguir, na medida em que se for discutindo o caso brasileiro.

## **2. A TAXA DE CÂMBIO REAL NO BRASIL: 1968/1973**

A julgar pelo resultado referente à taxa de câmbio real (em relação ao dólar norte-americano), a política cambial brasileira seguiu aproximadamente o critério discutido na seção anterior. Se se tomar como base a taxa de câmbio nominal do terceiro trimestre de 1968 — a política de minidesvalorização foi iniciada em agosto daquele ano — observa-se que o valor do dólar em termos de cruzeiros cresceu de tal forma a manter relativamente constante o nível real de 1968.

Como se vê na Tabela 1, a taxa de câmbio se manteve, em termos reais, entre 3,62, no terceiro trimestre de 1968 — o mais elevado do período 68/73, —, e 3,24 no quarto trimestre de 1969 — o nível mais baixo de todo o período. Nota-se contudo uma clara tendência para valorizar o cruzeiro em termos reais no mesmo período, a partir de 1970; por exemplo, a taxa real foi mantida persistentemente abaixo dos valores de 1968 e 1969. Na verdade, se se comparam os valores do câmbio real de 1972 e 1973 com o de 1968, observa-se uma supervalorização do cruzeiro da ordem de 7 a 8%, em relação ao dólar americano. An-

tes de perguntar pelos efeitos desta valorização, deve-se tomar em consideração algumas informações adicionais.

É claro que o dólar americano não é a única moeda nacional relevante para fins de política cambial. Devido às frequentes crises cambiais dos últimos anos, principalmente a partir de 1971 — e com a consequente desvalorização do dólar americano, mormente em relação ao marco alemão —, falar a respeito da super ou subvalorização do cruzeiro é uma tarefa um pouco complexa. Em que pese a supervalorização do cruzeiro em relação ao dólar, nossa moeda esteve substancialmente subvalorizada em relação ao marco alemão, ao franco suíço, ao francês, ao yen, às moedas dos Países Baixos (Holanda, Bélgica etc.), e outras moedas nacionais dos países europeus. Em relação ao marco, a subvalorização alcança cifras significativas: 20% e 30%, quando se comparam os valores correspondentes de 1972 e 1973 com os de 1970.

Se adicionalmente se considerar o fato de que os mercados da Europa Ocidental e do Japão já absorvem uma parcela de nossas exportações superior à absorvida pelo mercado americano, a conclusão inevitável é de que, pelo menos com relação à composição de nosso comércio quanto a mercado, nossa política cambial não foi neutra. A supervalorização do dólar combinada com a subvalorização das moedas européias e japonesas apontam no sentido de:

- a. diminuir os estímulos de colocar produtos brasileiros no mercado americano e aumentar o grau de competitividade dos produtos americanos em nosso mercado; e
- b. aumentar os estímulos de venda aos mercados japoneses e da Europa Ocidental e diminuir os de compra destes mercados.

Esta é, na verdade, a tendência observada no período, acentuada sobremaneira no ano de 1973; o mercado americano, que no período 68/72 absorveu em média 27% de nossas exportações (23% em 1972, a menor do período), teve sua participação reduzida em 1973, não alcançando sequer a cifra de 20%. Ao contrário, os mercados que mais absorveram o produto brasileiro, especialmente no ano de 1973, foram os que tiveram suas moedas nacionais mais subvalorizadas em relação ao cruzeiro

(em relação aos quais desvalorizamos mais acentuadamente), ou seja, o holandês, o japonês e o alemão.

E aí está o primeiro elemento conturbador da neutralidade de nossa política cambial: a dança dos valores das moedas nacionais. No agregado — calculando um índice do câmbio real do cruzeiro em relação às moedas nacionais de nossos principais parceiros comerciais, com peso dado pela participação relativa em nossas exportações no período 68/73 (Estados Unidos [25,3], Alemanha [9,0], Holanda [7,0], Itália [6,5], Japão [5,0], Inglaterra [4,5], França [4,0], Bélgica [3,0]) — verifica-se, como indica a tabela 2, que o cruzeiro se manteve bastante estável entre 1968 e 1972, sofrendo em 1973 uma desvalorização real da ordem de 10% (em relação a 1968).

Convém notar que o ano de 1973 é um ano particularmente difícil quanto à interpretação de valores denominados em moedas nacionais. Não só os valores das moedas nacionais entre si continuaram se alterando mas, e mais fundamentalmente, houve uma profunda alteração nos preços relativos em favor dos produtos primários em geral, culminando com a elevação do preço do petróleo em outubro do mesmo ano, o que conduz ao problema gerado por modificações nas relações de troca do país.

### **3. MINIDESVALORIZAÇÃO, RELAÇÃO DE TROCA E EQUILÍBRIO NA BALANÇA COMERCIAL**

Como se notou acima, a neutralidade do critério de minidesvalorização adotado no Brasil também depende crucialmente da hipótese de constância da relação de troca do país. Se ocorrer uma alteração marcante na relação de troca, mesmo mantido o critério de desvalorizar pela diferença entre inflação doméstica e externa, dever-se-á observar uma tendência superavitária, no caso de ganho, ou uma tendência deficitária na balança comercial, no caso de perda nas relações de troca do país. No primeiro caso, ganho na relação de troca, a economia tenderá a se ajustar automaticamente às novas condições através de aumentos de preços e/ou produto, a menos que as autoridades permitam que se obtenha o novo equilíbrio através de

uma valorização do câmbio, desacelerando dessa forma o ritmo de desvalorização imposto pelo critério de minidesvalorização. No segundo caso, a economia tenderá a se ajustar através de queda no ritmo inflacionário e/ou de crescimento do produto, a menos que se sancione a nova situação através de uma desvalorização cambial.

Ou seja, na medida em que se queira corretamente evitar que a economia se ajuste através de movimentos no nível de preço e produto (e emprego) às flutuações externas, a política cambial deve desempenhar dois papéis: um, dado pela necessidade de neutralizar os efeitos nocivos da inflação doméstica sobre a balança comercial, mantida constante a relação de troca, e outro, dado pela necessidade de se evitar que desequilíbrio na balança comercial se propague em pressões inflacionárias, no caso de ganho, ou em pressões deflacionárias sobre o nível de produto e emprego, no caso de deterioração das relações de troca do país. Na verdade, nesse último caso, a política cambial simplesmente sanciona uma mudança nos termos de troca, evitando dessa forma um processo de ajuste mais “doloroso”, nos moldes clássicos do padrão-ouro. Esta simples consideração conduz inevitavelmente à seguinte questão: Era então o nível de câmbio de agosto, 1968 (início da política de minidesvalorizações) de equilíbrio? Era a taxa de câmbio de 3,63 cruzeiros por dólar então consistente com a constelação de preços relativos (preços dos bens domésticos e internacionais, de um lado, e relação de troca, de outro) e, portanto, com equilíbrio na balança comercial do país (dada a política comercial)?

Infelizmente, este é o tipo de problema para o qual não há resposta definitiva. Contudo, a julgar pelo comportamento dos saldos da balança comercial do país de 1968 a 1970, superavitários em todo o período (26, 318 e 231 milhões de dólares em 1968, 1969 e 1970, respectivamente), pode-se concluir com relativa segurança que a taxa de câmbio de 3,63 era então de relativo equilíbrio. É claro que estes saldos, e mesmo o extraordinário desempenho das exportações no período, não podem ser creditados somente à política cambial. A política de incentivos à exportação (na verdade uma maneira indireta de aumentar a taxa de câmbio para os exportadores de manufaturas) e os movimentos da relação de troca favoráveis aos nossos interesses são fatores ponderáveis na explicação daquele fenômeno.

Está claro também que não basta a simples manutenção do câmbio real de 1968 para garantir contínuo equilíbrio na balança comercial para os anos subsequentes. A simples alteração nas relações de troca do país, a exemplo do que vem ocorrendo no Brasil nestes últimos anos, pode provocar sérios desequilíbrios nas trocas internacionais. De qualquer forma a mensagem está colocada: uma política cambial sadia requer não só que se neutralize o impacto desfavorável da inflação doméstica sobre a balança comercial (a razão de ser do sistema brasileiro de minidesvalorização), mas também, e mais fundamentalmente, que se identifique o **nível de equilíbrio** da taxa, a qual, por sua vez, está entre outras coisas diretamente ligada às flutuações nas relações de troca do país. E esta distinção é tanto mais importante quanto mais bruscas e duradouras forem as mudanças na relação de troca e, portanto, maior o desequilíbrio nas trocas internacionais. A este respeito, os anos de 1973 e 1974 são bem ilustrativos.

Em 1973 o quadro pode ser rapidamente assim caracterizado:

- i. De um lado, observa-se então uma extraordinária elevação dos preços em dólares de nossos principais produtos de exportação. Na verdade, a julgar pelas estatísticas disponíveis, o índice de relação de troca do país registra um forte ganho do ano (Notar que a elevação do preço de petróleo, embora iniciada em outubro, tem seus efeitos só em 1974).
- ii. De outro lado, a economia atravessava então uma fase de alto nível de atividade, fácil liquidez — esta causada primordialmente pela entrada maciça de recursos financeiros do exterior — com altos níveis de dispêndio agregado e, portanto, forte pressão inflacionária.

Diante deste quadro, certamente o câmbio real de equilíbrio já não seria o dado pelo nível real de 1968. A fim de se ajustar ao novo nível de equilíbrio, dever-se-ia:

- a. ou permitir um nível de inflação doméstica maior que o fixado como meta pelas autoridades;
- b. ou alternativamente, valorizar relativamente a taxa cambial.

Na verdade, o rumo seguido foi, grosso modo, o seguinte: de um lado, optou-se por uma pequena valorização do cruzeiro em relação ao dólar norte-americano, em fevereiro de 1973, seguida de uma acanhada política de minidesvalorização, de tal forma que, em que pesem as quatro desvalorizações do ano, a taxa nominal de câmbio ao final de 1973 era exatamente igual à observada já em dezembro de 1972. De outro, optou-se ainda por uma política de controle quantitativo das exportações dos produtos que tiveram seus preços elevados especulativamente no mercado internacional, a exemplo de soja e seus derivados.

Ainda assim, a despeito da forte expansão dos meios de pagamentos, os registros da balança comercial apontam um superavit da ordem de 200 milhões de dólares para 1973, o que representa um ganho da ordem de 400 milhões de dólares em relação a 1972 (quando se registra um deficit da ordem de 200 milhões de dólares). É claro que, diante daquele quadro, estas medidas de política econômica poderiam ter sido acompanhadas de um maior controle do dispêndio agregado através dos instrumentos de política monetária e fiscal. A bem da verdade, deve-se acrescentar que durante todo o período a política monetária esteve condicionada pela entrada maciça de recursos financeiros do exterior.

De qualquer modo, o exemplo de 1973 parece indicar que a política cambial pode e deve ser manipulada não só em função da diferença entre inflação doméstica e externa, mas também em função de mudanças em fenômenos reais que afetam o balanço de transações correntes.

E o ano de 1974? Aqui o quadro muda radicalmente:

- i. De um lado, somente no primeiro semestre, o deficit de nossa balança comercial registrou uma cifra simplesmente assustadora: 2,5 bilhões de dólares. Se a este valor se adicionar o deficit em transações correntes, alcança-se uma cifra superior ao valor total exportado no mesmo período (3,7 bilhões de deficit contra 3,1 exportado; os valores são divulgados pela **Conjuntura Econômica** de agosto, 1974). E a julgar pelas estimativas oficiais, o quadro para o segundo semestre não é de modo algum mais animador: deficit na balança comercial da ordem de 5 bilhões de dólares. É bem certo que a elevação do preço do petróleo é em larga me-



dida responsável por este desequilíbrio. Mas o problema não é só petróleo; queda nos preços relativos, quando não no absoluto, e no valor exportado de nossos principais produtos de exportação, exceção feita a cacau e açúcar (no primeiro semestre, em termos de produtos básicos, a queda no valor total exportado foi da ordem de 125 milhões de dólares<sup>(1)</sup>). Em suma, tudo indica que houve uma substancial queda nas relações de troca do país (Segundo palestra do Ministro da Fazenda, publicada no jornal "O Estado de São Paulo" de 30/11/1974, o preço médio, em dólares, de nossas importações subiu 53% entre janeiro e setembro de 1974).

- ii. De outro lado, a partir do segundo trimestre se inicia uma política de rígido controle da liquidez, combinada com uma tentativa, que provou pouco duradoura, de liberalização de preços, que culminou numa queda da liquidez real do sistema acompanhada de altas taxas mensais de inflação. A queda da liquidez real e o "saneamento" do mercado de capital, — para usar uma expressão do atual Ministro da Fazenda —, se de um lado refrearam o crescimento do índice geral de preços no terceiro trimestre, de outro provocaram uma retração do dispêndio agregado, quebrando dessa forma o ritmo de atividade econômico, o que, por sua vez, tem provocado temores de uma recessão e queda no nível de emprego.

Face a esta situação, o ajustamento da balança comercial far-se-á ou através de uma depressão doméstica, com quedas nas taxas de crescimento do produto e emprego e/ou dos preços, de um lado, ou alternativamente através de uma desvalorização cambial. De qualquer forma, manter política cambial de desvalorizar tão somente pela diferença entre inflação doméstica e externa, é aceitar o primeiro mecanismo de ajuste, ou seja, deixar que o equilíbrio se restaure automaticamente através de queda no nível de atividade econômica, nos moldes do mecanismo clássico do padrão-ouro. Na verdade, estamos diante de um problema clássico de política econômica: queda na taxa de crescimento do produto e severo deficit na balança de transações correntes.

---

(1) E elevadas taxas de crescimento na importação de máquinas e equipamentos e outros insumos que não petróleo (talvez em função da acumulação especulativa de estoque) ajudam a explicar o fenômeno.

Nessa situação, à medida em que se queira manter elevado o nível de atividade e emprego, dever-se-ia observar uma política monetária e fiscal expansionista combinada com uma desvalorização cambial, relativamente substancial com o fito de obter equilíbrio nos dois fronts: o interno e o externo. Infelizmente, parece não ter sido este o caminho seguido pelas autoridades monetárias do país. Do ponto de vista do dispêndio agregado, tanto a política monetária como a fiscal têm sido contracionistas. Ao mesmo tempo em que a taxa de expansão dos meios de pagamentos (nominal) tem sido inferior à taxa de inflação, o Tesouro Nacional registra um superavit de caixa da ordem de 4 bilhões de cruzeiros no ano de 1974, segundo fontes oficiais. A continuar esta tendência, será muito difícil se manter a taxa de crescimento em torno de 6 ou 7% a.a em 1975. E, claramente, se não forem acionados com vigor os instrumentos de política econômica com o fim de contornar tal situação, os resultados poderão ser mesmo bastante sombrios.

#### **4. AS OPÇÕES DE POLÍTICA ECONÔMICA**

Deste ponto de vista, e dado que se faça uma política fiscal e monetária expansionista, ao se avaliarem as alternativas de política econômica em relação ao setor externo, não se pode também deixar de contemplar as seguintes alternativas:

##### **4.1. Substituição de Importação**

Inevitavelmente, dada a pauta de importação do país, a política de substituição se concentrará nos setores de máquinas e equipamentos e no de insumos básicos. O problema maior nos parece residir na área de máquinas e equipamentos: que tipos se poderia substituir e a que velocidade, sem comprometer a eficiência futura da própria indústria voltada para a exportação? A experiência passada parece indicar que esta tarefa será de difícil execução e só poderá eventualmente dar certo no médio e no longo prazo. Mesmo no setor de insumo básico, a exemplo do petróleo de Campos, a solução será necessariamente de médio prazo. A menos que se aceite perder reservas e/ou aumentar a dívida externa, se possível, ou seja, tentar ganhar

tempo, o esforço de substituição de importação é um modo ineficiente de eliminar, no curto prazo, o desequilíbrio fundamental no balanço de transações correntes.

#### **4.2. Elevação das Barreiras Tarifárias e não Tarifárias**

Embora eficientes no que respeita ao controle das importações, estes instrumentos são bastante ineficientes do ponto de vista alocativo; ou seja, podem comprometer seriamente o esforço que se vem realizando no sentido de equipar e melhorar a posição competitiva da indústria voltada para a exportação, para não falar da possibilidade de retaliação por parte de nossos parceiros comerciais. No lado das exportações, basta lembrar o caso do sapato, para ter uma idéia de que os incentivos existentes parecem já excessivos do ponto de vista da comunidade internacional. De qualquer forma, o instrumento tarifário pode no curto prazo inibir importações e é o que na verdade vem sendo feito pelo Governo.

É claro que nenhum instrumento se compara favoravelmente com o cambial. No curto prazo, a desvalorização cambial é mais eficiente no sentido de eliminar o deficit em transações correntes. De um lado, inibe as importações e, de outro, proporciona novos estímulos à exportação, sem que se levante nenhum problema de caráter político no cenário internacional. É mais, compara favoravelmente, por não ser discriminatório, no que respeita às pautas de importação e exportação, e portanto é mais eficiente do ponto de vista alocativo.

De modo algum esta preferência implica em advogar uma desvalorização cambial abrupta. Basta que as desvalorizações se façam a curtos intervalos, de forma a superar a diferença entre a inflação doméstica e externa por um certo período de tempo, de tal forma a colocar o câmbio a um nível mais consistente com o equilíbrio da balança comercial, a partir do qual se continuará dentro do critério já consagrado de minidesvalorização. Isto em nada compromete a política de minidesvalorização; só a robustece, na medida em que evita persistentes e cumulativos deficits no balanço de transações correntes.

É certo que se, de um lado, este conjunto de instrumentos de política — expansão de liquidez e dos gastos do governo

combinada com desvalorização cambial — permite minimizar a queda no ritmo de atividade econômica, mantendo uma situação de relativa folga no balanço de transações correntes, de outro, ele provoca alguns efeitos indesejáveis.

Acelerar o processo de desvalorização cambial certamente exercerá alguma pressão altista sobre o índice geral de preços. Na verdade isso nos parece inevitável. Como se viu, se se quiser evitar maiores desvalorizações, o equilíbrio da balança comercial exige menores taxas de crescimento de produto e/ou de preços, o que pode conduzir à seguinte situação: como os preços e a taxa de inflação apresentam uma certa inflexibilidade para baixo, o processo de ajuste usualmente “opera” através de quedas na taxa de crescimento do produto, o que, por sua vez, ao se tentar salvar o nível de emprego, poderá conduzir a uma política monetária e fiscal mais expansionista, o que, em seu turno, gera fortes pressões inflacionárias e ainda maiores deficits no balanço de transações correntes. Dessa forma, evitar maiores desvalorizações cambiais para corrigir o desajuste externo pode conduzir a uma situação inquietadora: maiores taxas de inflação e maior o deficit na balança comercial, o pior dos dois mundos.

Em segundo lugar, vem a questão da dívida externa em cruzeiros: Desde que o setor privado já vem emergindo de uma crise de liquidez, e não sem arranhões, seria muito difícil para o sistema como um todo sobreviver a uma mais veloz desvalorização (maior que a já esperada) sem uma nova crise, desta vez gerada pela necessidade de maiores desembolsos em cruzeiros para saldar os compromissos em moedas estrangeiras. Na verdade, aqui o problema só poderia ser contornado se, ao mesmo tempo em que se procedesse à desvalorização cambial, se tomasse uma ou o conjunto das seguintes medidas:

- a. diminuição do imposto de renda sobre as remessas externas, o que na verdade já foi feito (na terceira semana de outubro); e
- b. criação de um fundo especial através do qual o governo subsidiaria diretamente os pagamentos de amortizações e juros através de uma “taxa de câmbio financeiro” mais baixa que a comercial. Ou seja, algo semelhante a uma “taxa de retenção às avessas”.

## 5. NOTA FINAL

A principal mensagem deste trabalho consiste no seguinte: a política de minidesvalorização adotada pelo Brasil é essencialmente uma aplicação da Teoria da Paridade de Poder de Compra, que, por sua vez, tem inspiração nos ensinamentos da Teoria Quantitativa da Moeda. Consagra o espírito de um sistema de taxas fixas de câmbio, exceto pelo fato de neutralizar o impacto desfavorável da inflação doméstica sobre o balanço de transações correntes. Daí então os dois papéis que pode desempenhar a política cambial:

- i. um dado pela necessidade de neutralizar os efeitos nocivos da inflação doméstica sobre a balança comercial, em virtude da alteração dos preços relativos entre os bens domésticos, de um lado, e os bens internacionais, de outro, mantida constante a relação de troca do país;
- ii. outro dado pela necessidade de se evitar que desequilíbrios sobre a balança comercial, gerados por mudanças nas relações de troca, se propaguem em pressões inflacionárias, no caso de ganho, ou em pressões deflacionárias sobre o nível de produto e emprego, no caso de deterioração das relações de troca do país.

Embora bastante evidente, nunca é demais lembrar os aspectos básicos subjacentes ao sistema brasileiro de minidesvalorização, principalmente num momento particularmente difícil, a exemplo do que hoje ocorre no Brasil. Finalmente cabe salientar que deliberadamente se omitiram alguns outros aspectos do problema, principalmente no que tange à conta capital. Aqui, a política de minidesvalorização pode ser entendida como um estímulo à entrada de recursos financeiros: à medida em que a política seja conduzida de tal forma a se desvalorizar pela diferença entre a inflação doméstica e a externa, a taxa de correção monetária sobre a contrapartida em cruzeiros dos débitos externos é necessariamente menor que a incidente sobre valores domésticos. Dessa forma, na medida em que o mercado de capital no exterior não antecipa a inflação externa atra-

vés da elevação da taxa de juros nominal, o empresário nacional obtém um estímulo para captar recursos no mercado de capital externo. Este aspecto do problema é importante e complexo, e por si só deve merecer um trabalho de pesquisa, o qual esperamos poder empreender num futuro próximo.

TABELA 1

## TAXAS REAIS DE CÂMBIO

## DEFINIDAS COM BASE NOS ÍNDICES DE PREÇOS DOS PAÍSES CONSIDERADOS

(Em Cr\$ por Unidade Monetária Estrangeira)

ANO/TRIMESTRE	U.S.A.	ALEMANHA OCIDENTAL	BÉLGICA	FRANÇA	HOLANDA	INGLATERRA	ITÁLIA	JAPÃO
1968	I	3,4518	0,8775	0,0694	0,7094	0,9568	8,2368	0,0056
	II	3,2780	0,8243	0,0654	0,6505	0,8986	7,8754	0,0053
	III	3,6186	0,9082	0,0720	0,7254	0,9980	8,6838	0,0057
	IV	3,6117	0,8875	0,0719	0,7330	1,0026	8,5590	0,0057
1969	I	3,7120	0,8996	0,0734	0,7663	0,9813	8,8114	0,0057
	II	3,7017	0,8943	0,0734	0,7702	0,9706	8,7352	0,0057
	III	3,5690	0,8726	0,0708	0,6782	0,9397	8,4162	0,0056
	IV	3,2360	0,8607	0,0654	0,6325	0,8686	7,7011	0,0051
1970	I	3,5336	0,9548	0,0721	0,7025	0,9558	8,5196	0,0057
	II	3,4930	0,9557	0,0714	0,6990	0,9573	8,4660	0,0057
	III	3,5683	0,9785	0,0723	0,7010	0,9809	8,7244	0,0058
	IV	3,6086	0,9932	0,0731	0,7030	0,9798	8,9936	0,0059
1971	I	3,3828	0,9671	0,0685	0,6783	0,9395	8,8181	0,0057
	II	3,3137	0,9883	0,0669	0,6707	0,9235	8,7843	0,0056
	III	3,4351	1,0419	0,0709	0,6689	0,9713	9,1108	0,0057
	IV	3,3979	1,0466	0,0733	0,7043	1,0113	8,2560	0,0058
1972	I	3,4193	1,0793	0,0748	0,7288	1,0174	9,6323	0,0060
	II	3,3834	1,0683	0,0746	0,7272	1,0029	8,9050	0,0059
	III	3,3439	1,0349	0,0728	0,7152	0,9793	8,7494	0,0058
	IV	3,3623	1,1760	0,0750	0,7215	1,0167	8,6393	0,0059
1973	I	3,2743	1,1197	0,0797	0,7861	1,0671	8,5758	0,0057
	II	3,3672	1,3030	0,0874	0,8782	1,2293	8,7729	0,0059
	III	3,4250	1,2931	0,0876	0,8638	1,2392	8,2810	0,0064
	IV	3,4086	1,1482	0,0783	0,8072	1,1255	8,0488	0,0061

TABELA 2

## ÍNDICES DAS TAXAS REAIS DE CâMBIO

(Base: 3º Trimestre 1968 = 100)

ANO/TRIMESTRE	U. S. A.	ALEMANHA OCIDENTAL	BÉLGICA	FRANÇA	HOLANDA	INGLATERRA	ITÁLIA	JAPÃO	MÉDIA GERAL
1968	I	95,40	96,61	97,79	95,87	94,88	98,24	94,05	96,35
	II	90,60	90,75	89,67	90,03	90,72	92,98	90,09	90,70
	III	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
	IV	99,82	97,71	101,04	100,46	98,59	99,99	99,00	99,68
1969	I	102,59	99,04	105,63	98,32	101,50	99,99	99,00	101,18
	II	102,31	98,46	106,17	97,25	100,62	99,99	98,01	100,89
	III	98,64	96,07	93,48	94,15	96,95	98,24	96,03	91,16
	IV	89,44	94,76	87,19	87,03	88,71	89,47	87,12	89,43
1970	I	97,66	105,12	96,83	95,77	98,14	99,99	91,08	98,34
	II	96,54	105,22	96,35	95,92	97,52	99,99	90,09	97,67
	III	98,62	107,73	96,63	98,28	100,50	101,75	92,07	99,39
	IV	99,74	109,35	96,90	98,17	103,60	103,50	94,05	100,60
1971	I	93,50	106,47	93,50	94,13	101,58	99,99	90,09	95,60
	II	91,59	108,81	92,45	92,53	101,19	98,24	89,10	94,31
	III	94,94	114,71	92,20	97,32	104,95	99,99	94,05	98,28
	IV	93,91	115,23	97,08	101,33	95,10	101,75	99,00	100,10
1972	I	94,50	118,83	100,46	101,94	110,96	105,26	99,99	102,93
	II	93,51	117,61	100,24	100,49	102,58	103,50	99,99	101,74
	III	92,42	103,94	98,59	98,12	100,79	101,75	99,00	99,71
	IV	92,93	129,47	99,45	101,87	99,52	103,50	99,99	102,22
1973	I	90,50	123,27	108,36	106,92	98,79	99,99	110,89	105,80
	II	93,06	143,46	121,05	123,17	101,06	103,50	111,88	114,35
	III	94,66	142,37	119,07	124,16	95,39	112,28	114,85	115,36
	IV	94,21	126,41	111,27	112,77	92,72	107,01	115,84	107,15

\* A média geral foi calculada a partir dos seguintes pesos: USA, 25,3; Alemanha Ocidental, 9,0; Holanda, 7,0; Itália, 6,5; Japão, 5,0; Inglaterra, 4,5; França, 4,0; e Bélgica, 3,0.